



OULUN YLIOPISTO  
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

**Ville Pakkala**

**YRITYSFUUSIOIDEN JA -OSTOJEN VAIKUTUS KOHDEYRITYKSEN  
OSAKKEENOMISTAJAN HYÖTYYN**

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Huhtikuu 2019

## SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>JOHDANTO .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>YRITYSFUUSIOT JA -OSTOT.....</b>	<b>5</b>
2.1	Yritysfuusio.....	5
2.2	Yritysosto .....	6
2.3	Yrityskaappaukset ja ystävällismieliset ostotarjoukset.....	6
2.4	Yritysfuusioihin ja -ostoihin ajavat tekijät.....	7
<b>3</b>	<b>OSAKKEENOMISTAJAN HYÖTY .....</b>	<b>9</b>
<b>4</b>	<b>KOHDEYRITYKSEN OSAKKEENOMISTAJAN HYÖDYN MUODOSTUMINEN .....</b>	<b>11</b>
4.1	Ostopreemio.....	11
4.1.1	Yritysfuusion tai -oston vastustaminen ja ostopreemio .....	12
4.1.2	Valtion rajojen ylittävä yritysosto.....	14
4.2	Maksuväline, käteinen vai osake? .....	15
4.2.1	Synergiahyödyt ja maksuväline .....	17
4.2.2	Valuaatiotekijät .....	18
4.2.3	Verotukselliset tekijät .....	20
4.3	Institutionaaliset tekijät ja regulaatio .....	20
4.3.1	Yritysfuusioihin ja -ostoihin kohdistuva regulaatio ja instituutiot .	20
4.3.2	Regulaation ja instituutioiden vaikutus kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyötyyn .....	21
<b>5</b>	<b>YHTEENVETO .....</b>	<b>24</b>
	<b>LÄHTEET .....</b>	<b>26</b>

## 1 JOHDANTO

Tämän tutkielman tarkoitus on selvittää, miten eri tekijät vaikuttavat yritysfuusioissa ja -ostoissa kohdeyrityksen osakkeenomistajien hyödyn muodostumiseen. Aihetta on tutkittu paljon eri näkökulmista; esimerkiksi Maas, Heugens ja Reus (2019) käsittelevät tutkimuksessaan osakkeenomistajan hyötyä institutionaalisesta ja lainasäädännöllisestä näkökulmasta kiinnittäen huomion agenttiongelmien ratkaisemiseen yritysostoissa. Maksumenetelmän merkitystä osakkeenomistajan hyötyyn ovat analysoineet Rappaport ja Sirower (1999). Näiden lisäksi tutkimusta on tehty paljon esimerkiksi hintapreemion suuruudesta ja siihen vaikuttavista tekijöistä (Jensen & Ruback, 1983; Raad, 2012) ja regulaation vaikutuksesta yritysfuusioiden ja -ostojen tuottamiin etuihin (Campa & Hernando, 2004).

Mainitut tutkimukset yleensä ottaen tarkastelevat valitsemaansa yhtä tekijää sekä kohde- että ostajayrityksen osakkeenomistajien näkökulmasta. Tässä kirjallisuuskatsauksessa tarkastellaan mahdollisimman kattavasti eri tekijöiden vaikutuksia tieteellisiin artikkeleihin pohjaten. Vaikutusten tarkastelu rajataan yritysfuusioiden ja -ostojen kohdeyrityksen osakkeenomistajan näkökulmaan. Näin muodostetaan laaja kokonaisuus, minkä avulla voidaan arvioida kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyötymistä yritysfuusion tai -oston tapahtuessa.

Yritysfuusiot ja -ostot ovat tärkeässä osassa tutkittaessa yritystoimintaa. Yritysten halutessa muuttaa toimintarakennettaan yritysfuusiot ja -ostot toimivat usein muutoksen työvälineenä (DePamphilis, 2011, s. 2–3) ja ovatkin yksi eniten yrityksen toimintaan vaikuttavista tapahtumista (Fischer, 2017). Yritysfuusiot ja -ostot ovat tehokas väline liike-elämässä suurten tuottojen saavuttamiseen, jota kautta yritykset voivat kasvattaa osakkeenomistajien hyötyä (Sherman & Hart, 2006, s.1). Yritysfuusioiden ja -ostojen laajan yritystoimintaan kohdistuvan vaikutuksen takia on tärkeää tutkia myös aihetta osakkeenomistajien näkökulmasta, joka tässä tutkimuksessa on rajattu kohdeyritykseen.

Lisäksi aihe on jatkuvasti ajankohtainen, koska Euroopan Unionin ajaessa integroitua talousaluetta, yritysfuusioiden ja -ostojen merkitys kasvaa (Campa & Hernando, 2004). Maailmanlaajuisesti tilastoja tarkastellessa yritysfuusioiden ja -ostojen määrä

ja niiden rahallinen kokonaisarvo on keskimääräisesti kasvanut vuosi vuodelta. Verrattaessa kehitystä vuosien 1985 ja 2018 välillä, maailmanlaajuisesti yritysfuusioiden ja -kauppojen määrä on noussut vuosittaisesta 2676 kappaleesta 50 052:een ja kauppojen vuosittainen arvo 347 miljardista Yhdysvaltain dollarista 3896 miljardiin. (IMAA, 2019.) Yritysfuusioiden ja -ostojen lisääntyessä ja niihin kannustettaessa kohdeyrityksien osakkeenomistajien on tärkeää ymmärtää, mitkä tekijät kaupan tapahtuessa kasvattavat ja mitkä vähentävät heidän saamaansa hyötyä.

Tutkielman toisessa luvussa muodostetaan teorettinen viitekehys yritysostoille ja -fuusioille. Kolmas luku muodostaa osakkeenomistajan hyödyille teoreettisen viitekehysten. Neljännessä luvussa luodaan katsaus empiiriseen kirjallisuuteen aiheesta ja arvioidaan sitä kautta kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyödyn muodostumista yritysfuusioissa ja -ostoissa. Viides luku muodostaa tutkimukselle johtopäätökset.

## 2 YRITYSFUUSIOT JA -OSTOT

Tämä luku luo pohjan yritysfuusioiden ja -ostojen ymmärtämiselle. Sen lisäksi käsitellään yleiset teoriassa havaitut lähestymiskohdat yritysfuusioita ja -ostoja ajaville tekijöille. Tämä luku pohjautuu pääasiassa DePamphilisin (2011) kirjaan *Mergers and Acquisitions Basics*.

### 2.1 Yritysfuusio

Yritysfuusio on yrityksen rakennemuutoksen työväline, jonka avulla kahden eri yrityksen toiminta sulatetaan yhdeksi kokonaisuudeksi. Lainmukaisesti vain toinen yrityksistä jää jäljelle ja absorboi toisen oman nimensä alaiseksi. Tässä kirjallisuuskatsauksessa kohdeyrityksellä tarkoitetaan yritystä, joka fuusion tapahtuessa lakkaa olemasta ja yhdistetään hankkivan yrityksen nimen alle. Tärkeää on huomioida, että tämä tutkimus ei käsittele yritysfuusion erikoistapauksia, jossa kaksi yritystä muodostavat yhdessä täysin uuden kokonaisuuden. (DePamphilis, 2011, s. 13–14.) Poisjättäminen johtuu siitä, ettei kyseisessä tilanteessa kohdeyritystä ole mahdollista määrittää.

Taloudellisesta näkökulmasta DePamphilis (2011, s. 14–15) jakaa yritysfuusiot kolmeen eri luokkaan:

1. Horisontaaliset fuusiot, joissa kaksi saman alan yritystä fuusioidaan.
2. Konglomeraattiset fuusiot, joissa fuusioituvien yritysten toimialoilla ei ole kytköstä toisiinsa.
3. Vertikaaliset fuusiot, joissa kaksi saman alan yritystä eri alan tuotantovaiheista sulautuu yhdeksi.

Yritysfuusio tapahtuu vain, jos kohdeyrityksen osakkeenomistajat suostuvat siihen äänestyksen perusteella (DePamphilis, 2011, s. 13). Ennen osakkeenomistajien äänestystä molempien osapuolten johdot neuvottelevat ostosopimuksesta, jonka jälkeen sopimus hyväksytetään osakkeenomistajilla (Jensen & Ruback, 1983).

## **2.2 Yritysosto**

Yritysosto on uudelleenjärjestelyn tapahtuma, jossa kohdeyrityksen päättävältä siirtyy ostajayrityksen alaisuuteen. Ostajayrityksen saama päättävältä perustuu sen hankkimaan omistussuhteeseen kohdeyrityksessä. Tarvittavan omistussuhteen saavuttaminen tapahtuu esimerkiksi hankkimalla kohdeyrityksestä osake-enemmistö tai hankkimalla muita omaisuuksia. (DePamphilis, 2011, s. 15.) Uuden omistussuhteen kautta ostajayrityksen hallitus hankkii oikeuden päättää yritystoiminnan resurssien käytöstä kohdeyrityksessä (Jensen & Ruback, 1983). Yritysfuusioiden eroten yritysostossa ostettua yritystä ei sulauteta ostajayritykseen, vaan se jatkaa toimintaansa ostajayrityksen tytäryhtiönä (DePamphilis, 2011, s. 15).

Kohdeyrityksen osakkeenomistajien hyötyyn voi vaikuttaa myös yritysostot, joissa päättävältä siirtyy suuren osakkeenomistajan haltuun sen hankkiessa ison omistussuhteen kohdeyrityksestä (Maas ym. 2019). Osakkeenomistajien hankittua ison omistussuhteen, he pystyvät toteuttamaan omaa päättävältänsä. Uudet osakkeenomistajat pystyvät hyödyntämään tällöin resursseja heidän näkökulmastaan omaa hyötyään ajatellen. (Jensen & Ruback, 1983.)

## **2.3 Yrityskaappaukset ja ystävällismieliset ostotarjoukset**

Ostajayritys voi hankkia päättävällän yritysfuusiosta tai -ostossa ystävällismielisesti, jos kohdeyrityksen johto ja osakkeenomistajat hyväksyvät ajatuksen tehtävästä kaupasta (DePamphilis, 2011, s. 16). Saadakseen hyväksynnän kohdeyrityksen osakkeenomistajilta ostajan täytyy maksaa korkeampi hinta kohteen osakkeista verrattuna markkinoiden hintatasoon (DePamphilis, 2011, s. 16; Jensen & Ruback 1983). Kohdeyrityksestä tarjotun hinnan osuuteen, joka ylittää sen markkina-arvon, viitataan tässä tutkimuksessa myöhemmin ostopreemiona ja hintapreemiona.

Yrityskaappaus tarkoittaa tilannetta, jossa kohdeyritys joutuu pyytämättä kaupan kohteeksi, vaikka sitä vastustaisikin (DePamphilis, 2011, s. 18). Jotta kohdeyrityksen johto esittäisi hyväksyntänsä osakkeenomistajille alun perin vastustetusta yritysfuusiosta tai -ostosta, on ostajayrityksen hankittava määräysvalta yrityksen hallituksessa. Tämä onnistuu hankkimalla äänienemmistö kohdeyrityksen

hallituksessa ostamalla sen osakkeita. (Jensen & Ruback, 1983.) Yrityskaappaus johtaakin yleensä korkeampaan hintapreemioon verrattuna ystävällismielisiin kauppoihin. Hintapremio kasvaa ostajayrityksen havitellessa määräämisvaltaa vastustavalta kohdeyritykseltä haastavammissa neuvotteluissa (DePamphilis, 2011, s. 36).

## 2.4 Yritysfuusioihin ja -ostoihin ajavat tekijät

Yritysfuusioiden ja -ostot ovat yrityksille tehokas keino allokoita resursseja tehokkaampaan käyttöön. Yritysfuusioiden ja -ostojen tapahtumista liike-elämässä edistävät niistä saavutettavat synergiaedut. Synergiaeduilla tarkoitetaan osakkeenomistajille kumuloituvaa lisähyötyä siitä, että fuusion tai oston johdosta kohde- ja ostajayritykset toimivat tuottavammin verrattuna yritysten toimimiseen erillään. (DePamphilis, 2011, s.3–4.) Saavutettujen synergiaetujen määrä voidaan arvioida seuraavasti:

$$\Delta\Pi = \Delta W_T + \Delta W_A. \quad (1)$$

Kaavassa (1)  $\Delta\Pi$  vastaa kokonaisuudessa muodostunutta synergiahyötyä.  $\Delta W_T$  on muutos kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyödyssä ja  $\Delta W_A$  on muutos ostajayrityksen hyödyssä yritysfuusion tai -oston seurauksena. (Bradley, Desai & Kim, 1988.)

Synergiaedut voidaan jakaa operatiivisiin ja taloudellisiin synergiaetuihin. Yritysfuusioissa ja -ostoissa operatiiviset synergiaedut voivat tarkoittaa suurtuotannon hyötyjen tai rinnakkaistuotannon kasvamista. Suurtuotannolla fuusion tai oston yhteydessä ostajayritys voi vähentää kiinteiden kustannusten vaikutusta tulokseensa. Rinnakkaistuotanto vähentää kustannuksia, kun erilaisia tuotteita tuotetaan yhden yrityksen alaisuudessa usean yrityksen sijaan. Taloudellinen synergiahyöty voi muodostua, kun fuusion tai oston johdosta yhdistyneiden yritysten kassavirtojen volatilitteetti vähenee ostajan ja kohteen kassavirtamuutosten kumotessa toisiaan. Muuten taloudellista synergiaa voi muodostua rahoituksen mittakaavaeduista, pienemmistä transaktiokuluista tai investointimahdollisuuksien kasvattamisesta. (DePamphilis, s.4–5, 2011.) Ostajayritykselle houkuttelevia

synergiaetuja ovat myös yritysfuusion tai -oston johdosta muun muassa kasvava tarjonta tai kysyntä markkinoilla ja kohdeyrityksen teknologisten innovaatioiden haltuun saaminen. (Bradley ym. 1988.)

DePamphilis (2011) luettelee myös muita syitä, minkä takia yritykset ryhtyvät yritysfuusioihin ja ostoihin. Yritysfuusioiden ja -ostojen avulla yritysten on mahdollista mukauttaa strategiaansa toimintaympäristön muuttuessa ja lisätä liiketoimintansa monipuolisuutta. Ostajayritys voi tavoitella uusia teknologioita ostamalla teknologisesti kehittyneitä yrityksiä. Yritysfuusioilla ja -ostoilla voidaan lisätä yhdistyneiden yritysten markkinavoimaa ja korjata vääristymiä, joissa yrityksen johdon intressit eivät vastaa osakkeenomistajien intressejä. Lainsäädännön muutokset, yritysjohtajien ylimielisyys ja omahyväisyys, verohyödyt sekä yritysten osakkeiden valuaatiovirheet lukeutuvat myös muihin fuusioita ja ostoja ajaviin syihin. (DePamphilis, s.6–12, 2011.) Vaikka ajavia tekijöitä on paljon, synergiaedut ovat yleisin perustelu yritysfuusioille ja -ostoille (Ismail & Krause, 2010).



### 3 OSAKKEENOMISTAJAN HYÖTY

Yritystoiminnan peruseriaatteena on tehdä päätöksiä, joiden päämääränä on osakkeenomistajien hyödyn maksimointi. Osakkeenomistajan hyöty kasvaa osakkeen arvon maksimoituessa pörssissä, ja täten osakkeenomistajan hyöty ja arvo ovat hyvin läheisiä käsitteitä. Yritystoiminnan jokainen päätös täytyy siis arvioida sen mukaan, tuottaako se osakkeenomistajalle hyötyä. (McMenamin & Petty, 1999, s. 242–243.) Yritysfuusioiden ja -ostojen ollessa tärkeä päätösväline yritysten uudelleenjärjestelyissä ja resurssien allokoinnissa (DePamphilis, 2011, s. 1–2), on tärkeää analysoida, miten ne vaikuttavat osakkeenomistajan arvonmuodostumiseen.

Osakkeenomistajan hyötyä voidaan arvioida osakkeen hinnalla pörssissä. Osakkeen hinta pörssissä kuvastaa sen arvoa (McMenamin & Petty, 1999, s. 242) ja täten hintamuutoksilla voidaan arvioida osakkeenomistajan hyödyn muuttumista. Yrityksen johtajien on tärkeää tietää miten heidän tekemänsä päätökset vaikuttavat osakkeen markkina-arvoon (McMenamin & Petty, 1999, s. 243). Osakkeenomistajan hyödyn muuttumista onkin helpointa ja varmintä havaita yritysfuusioissa ja -ostoissa osakekurssimuutoksien kautta (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001).

Osakkeenomistajan hyötyä voidaan mitata muun muassa yrityksen osakkeenomistajalle maksamilla kassavirroilla. Näihin kassavirtoihin kuuluvat maksetut osingot sekä osakkeen arvonnoususta johtuva myyntivoitto. (Copeland, Weston & Shastri, 2004, s. 20–21.) Kaikkien tulevaisuuden osinkojen diskontattu nykyarvo voidaan laskea seuraavasti:

$$S_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+k_s)^t}. \quad (2)$$

Kaavassa (2)  $S_0$  vastaa diskontattua tulevaisuuden osinkojen arvoa,  $Div_t$  ajanhetkellä  $t$  maksettua osinkoa ja  $k_s$  markkinoiden vaatimaa tuottoa osakkeelle. Jos osakkeenomistaja myy osakkeensa, hänen kassavirtansa koostuvat saaduista osingoista sekä markkinahinnasta, jolla hän saa myytyä osakkeensa. Tällöin osakkeenomistajan hyödyn kasvu muodostuu kaavan mukaisesti saaduista osingoista sekä myyntivoitosta. (Copeland ym. 2004, s. 20–21.) Koska yritysfuusioissa ja -

ostoissa ostajayritys ostaa kohdeyrityksen osakkeenomistajien osakkeita (Cho & Ahn, 2017), on oleellista tutkia minkä hinnan ostajayritys osakkeista maksaa.

Osakkeenomistajan hyödyn muodostumista voidaan arvioida heidän kohtaamien odotettujen tulevaisuuden tuottojen ja riskien avulla. Investointipäätöksillä yrityksen johto vaikuttaa odotettuihin tuottoihin ja riskeihin, joiden kautta osakkeen arvo muuttuu asianmukaisesti. Osakkeen arvoa voidaan kartuttaa odotettuja tuottoja kasvattamalla ja riskejä vähentämällä, mutta kullakin osakkeenomistajalla on omat subjektiiviset näkemyksensä niiden painottamiseen. (McMenamin & Petty, 1999, s. 276–277.) Osakkeenomistajalle voidaan tuottaa lisäarvoa vain, jos investointipäätöksen tuotto-odotus on suurempi verrattuna investoinnin painotettuun riskiin (Titman, Keown & Martin, 2018, s. 347).

## **4 KOHDEYRITYKSEN OSAKKEENOMISTAJAN HYÖDYN MUODOSTUMINEN**

### **4.1 Ostopreemio**

Ostopreemio on ostajayrityksen kohteelle maksama bonus, joka on kohdeyrityksen osakkeiden arvon ylittävä osuus yritysfuusion tai -oston maksusta. Maksettu preemio vastaa ostajayrityksen saamaa hyötyä yhdistetystä yritystoiminnasta. (DePamphilis, 2011, s.16.) ja sen suuruuden kuuluukin vastata saavutettavien synergiaetujen laajuutta (Wansley, Lane & Yang, 1983). Preemio lasketaan vähentämällä yritysfuusion tai -oston hinnasta kohdeyrityksen markkina-arvo ennen yrityskaupan julkaisua (Roll, 1986).

Yritysfuusio tai -osto ei toteudu, jos ostajayrityksen arvioima valuaatio kohdeyrityksestä ja valuaation määrittämä hintatarjous ei ylitä kohdeyrityksen markkinahintaa. Kohdeyrityksen osakkeenomistajat eivät luovu osakkeistaan alle markkinahinnan, joten ostajan on tarjottava yritysfuusioissa ja -ostoissa ostopreemio kohdeyritykselle. (Roll, 1986.) Yleisesti ottaen kohdeyritysten osakkeenomistajat saavuttavat huomattavan suuret hyödyt yritysfuusion tai -oston tullessa julki (Andrade ym. 2001; Campa & Hernando, 2004; Jensen & Ruback, 1983; Raad, 2012). Esimerkiksi Raad esittää tuloksekseen keskiarvollisen hintapreemion olevan 24,93% verrattaessa kauppahintaa julkaisupäivän markkinahintaan ennen julkaisua. Goergen ja Renneboog (2004) vastaavasti toteavat preemioiden vaihtelevan keskimääräisesti 20 ja 40 prosentin välillä.

Osakkeen markkinahinnan normaaleihin muutoksiin verraten tuotto kohteen osakkeenomistajalle on toteutuneissa yritysfuusioissa ja -ostoissa suuri (Jensen & Ruback, 1983). Esimerkiksi Jensen ja Ruback arvioivat kohteen hintakehityksen olevan 20% yritysfuusioissa ja 30% yritysostoissa. Andrade ym. (2001) arvioivat 16–24% hintavoiton kohdeyritykselle yritysfuusioissa, Goergen ja Renneboog (2004) 23% voiton yritysfuusioissa ja -ostoissa. Varmistaakseen yritysfuusion tai -oston toteutumisen, ostajayritykset ovat valmiita maksamaan osakkeista korkean preemion (Raad, 2012). Seuraavaksi analysoidaan empiiristen tutkimusten tuloksia siitä, mitkä tekijät vaikuttavat kohdeyrityksen saavuttamaan premioon ja sen suuruuteen.

#### 4.1.1 Yritysfuusion tai -oston vastustaminen ja ostopreemio

Jensen ja Ruback (1983) kiteyttävät seuraamusten osakkeenomistajan hyötyyn riippuvan siitä, vastustaako kohdeyrityksen johto yritysfuusiota tai -ostoa vai ei. Heidän tutkimustuloksensa näyttävät, että onnistuneissa yritysfuusioissa ja -ostoissa, joita kohdeyrityksen johto vastusti, osakkeenomistajien hyöty kasvaa ostopreemion lisääntyessä. Raadin (2012) empiirinen tutkimus osoittaa samat tulokset kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyötyyn; ostajayritys joutuu maksamaan suuremman hintapreemion onnistuakseen yritysfuusiossa tai -ostossa, jos kohdeyrityksen johto vastustaa sitä ja täten kohdeyrityksen osakkeenomistajat saavat suuremman hyödyn.

Raad (2012) myös huomauttaa, että kohdeyrityksen johto voi vastustaa yritysfuusiota tai -ostoa motiivinaan kasvattaa ostopreemiota, eikä sinänsä estääkseen fuusion tai oston toteutumista. Tällainen vastustaminen voi ilmetä muun muassa johdon parempana kykynä esittää tiukemmat vaatimukset ostajalle kauppaa neuvotellessa pohjaten ne yritysfuusioihin ja -ostoihin liittyvään regulaatioon (Jensen & Ruback, 1983). Kohteen johdon vastustaessa yritysfuusiota tai -ostoa, jo ennen lopullista ostopäätöstä ja lopullista kauppahintaa, kohdeyrityksen osakkeen markkinahinta nousee korkeammalle verrattuna ystävällismielisiin yrityskauppoihin. Tämä on seuraamus osakkeenomistajien odottamasta suuremmasta preemiosta tulevaisuudessa, joka johtuu tiukemmista neuvotteluista. (Goergen & Renneboog, 2004)

Vastapainona yritysjohto voi myös vastustaa yritysfuusioiden ja -ostojen toteutumista, vaikka niistä voisi kumuloitua hyötyä kohdeyrityksen osakkeenomistajille. Yritysfuusio tai -osto voi johtaa tilanteeseen, jossa yritysjohto menettää asemansa kaupan toteuduttua. Tällöin yritysjohto saattaa pyrkiä suojelemaan asemaansa estämällä kauppojen toteutumista. Yleisenä perustelun pohjana vastustamiselle on, että ostajayritys toimii epäedullisesti kohdeyritystä kohtaan kaupan toteuduttua. Väitetään, että ostajayritys käyttää häikäilemättä hyväkseen kohdeyrityksen resursseja oman hyödyn saavuttamiseen, vaikka näin ei todellisuudessa tapahtuisikaan. Tällöin potentiaalinen hyöty yritysfuusiosta tai -

ostosta jää saavuttamatta, kun kauppaa ei tapahdu kohdeyrityksen johdon vastustamisen takia. (Jensen & Ruback, 1983.)

Täten johdon vastustaminen yritysfuusion tai -oston toteutumista kohtaan on kaksiteräinen miekka kohdeyrityksen osakkeenomistajille. Vaikka kaupan vastustaminen johtaa suurempiin premioihin kaupan onnistuessa, kaupan epäonnistuminen vastustamisen takia johtaa negatiiviseen arvonkehitykseen osakkeenomistajille (Jensen & Ruback, 1983; Raad, 2012). Mahdollisen yritysfuusion tai -oston julkistaminen nostattaa kohdeyrityksen osakkeen markkina-arvoa ja täten lisää osakkeenomistajan hyötyä hetkellisesti. Kaupan epäonnistumisen tullessa julki markkina-arvo kuitenkin tippuu ja saavutettu hyöty menetetään joko osittain tai täysin. Epäonnistuneen yritysfuusion tilanteessa kohdeyrityksen osakkeen markkina-arvo laskee alle ennen yrityskaupan julkistamista olevan tason ja täten generoi kokonaisuudessaan negatiivisen arvonmuodostumisen kohdeyrityksen osakkeenomistajalle. (Jensen & Ruback, 1983.)

Kun verrataan yritysfuusioita yritysostoihin, yritysostojen epäonnistuminen ei generoi keskimääräisesti yhtä negatiivista arvonkehitystä. Yritysoston epäonnistuessa kohdeyrityksen osakkeen markkina-arvo tippuu jyrkästi, mutta ei yleensä alle kaupan julkistamista edeltävän tason. (Goergen & Renneboog, 2004; Jensen & Ruback, 1983.) Goergenin ja Reenneboogin päätelmä eurooppalaisia yritysostoja arvioimalla on, että kohdeyrityksen osakkeenomistajat jäävät epäonnistuneen kaupan jälkeen odottamaan tulevaisuudessa tulevaa mahdollista uutta ostotarjousta. Tällöin odotukset tulevaisuuden mahdollisesta yrityskaupan tuomasta hintapremiosta jäävät vaikuttamaan osakkeen markkinahintaan nostattaen sitä lievästi (Goergen & Renneboog, 2004; Jensen & Ruback, 1983). Relevanttia osakkeen markkina-arvon säilymisessä alkuperäisen hintatason yläpuolella on, saako kohdeyritys yritysoston epäonnistumisen jälkeen uutta ostotarjousta vai ei. Jos epäonnistumisen jälkeen uutta ostotarjousta ei saadakaan pitkällä aikavälillä odotuksista huolimatta, osakkeen arvo tippuu alle alkuperäisen tason. (Jensen & Ruback, 1983.)

Osakkeen markkina-arvon lasku reflektoi toteutumattomissa yritysfuusioissa ja -ostoissa epäonnistumista neuvotteluissa tai sitä, että osakkeenomistajille epähyödyllinen kohdeyrityksen johto pystyi pysäyttämään hyödyllisen yrityskaupan

(Goergen & Renneboog, 2004). Hetkellinen osakkeen markkina-arvon kasvu mahdollisen yritysfuusion tai -oston tullessa julki indikoi osakkeenomistajien odotuksia potentiaalisista suuremmista kassavirroista tulevaisuudessa. Yritysfuusion tai -oston neuvottelujen julkaisu tuo siis markkinahintaan odotetut arvomuutokset, mutta todellinen hyöty näkyy vasta, kun fuusion tai oston lopputulos on lyöty lukkoon. (Andrade ym. 2001.)

#### 4.1.2 Valtion rajojen ylittävä yritysosto

Maas ym. (2019) havaitsevat ostopreemioiden olevan pienempiä valtion rajoja ylittävissä yritysostoissa verrattuna valtion rajojen sisäisiin ostoihin. Heidän tutkimuksensa koostuu laajasta määrästä yritysfuusioita ja -ostoja eri maista ja maanosista, niin Aasiasta, Euroopasta kuin myös Yhdysvalloistakin. Samat tulokset pätevät myös rajattuna pelkästään Euroopan sisäisiin valtionrajoja ylittäviin yritysfuusioihin ja -ostoihin, mutta näissä havaittu preemion kokoero ei ole merkittävän suuri (Goergen & Renneboog, 2004). Goergenin ja Renneboogin tulokset antavat vain 1% eron ostopreemion suuruuteen verrattaessa rajoja ylittäviä ja rajojen sisäisiä eurooppalaisia yritysfuusioita ja -ostoja.

Maas ym. (2019) päättelivät hintapreemioiden pienentyvän valtion rajoja ylittävissä ostoissa, koska ostaja uskoo menestymisen niissä olevan hankalampaa verrattuna yritysostoon omassa tutussa valtioympäristössä. Täten heidän mukaansa alempi hintapremio toimii kompensaatona ostajayrityksen korkeammalle riskinotolle. Rajoja ylittävissä yritysfuusioissa ja -ostoissa on tärkeää tutkia institutionaalisia eroavaisuuksia eri valtioiden välillä. Goergen ja Renneboog (2004) osoittavat, että vaikka hintapremio on yleensä suurempi valtion rajojen sisäisissä yritysfuusioissa ja -ostoissa, kohdeyrityksen kotimaan instituutiot voivat nostattaa hintapreemiota valtion rajoja ylittävissä kaupoissa. Heidän löytöihinsä lukeutuu esimerkki Iso-Britannian institutionaalisesta rakenteesta, joka sisältää selkeämpää yritysostojen sääntelyä ja laajempia osakkeenomistajien oikeuksia verrattuna Manner-Eurooppaan. Lisäksi Iso-Britanniassa yrityksen omistuksesta suurempi osa on julkisen sijoitusmarkkinan omistuksessa. Nämä tekijät nostattivat ostopreemiota valtion rajoja ylittävissä kaupoissa, joissa kohdeyritys sijaitsi Iso-Britanniassa. (Goergen & Renneboog, 2004.) Täten institutionaaliset tekijät voivat johtaa kohdeyrityksen

osakkeenomistajan hyödyn kasvamiseen ja niitä onkin tärkeä tutkia arvioidessa yritysfuusioiden ja -ostojen hyödyn muodostamista.

Ristiriidassa sen kanssa, että valtion rajojen sisäisistä yritysostoista maksetaan suurempi hintapremio, on Harrisin ja Ravenscraftin (1991) tutkimus. Siinä käsitellään yhdysvaltalaisia yrityksiä kohteena rajoja ylittävissä yritysostoissa. He osoittavat, että yhdysvaltalaisista yrityksistä maksetaan suurempi hinta, kun ostaja on Yhdysvaltojen rajojen ulkopuolelta. Harris ja Ravenscraft eivät löytäneet varmoja syitä, miksi Yhdysvaltoihin kohdistuvissa rajoja ylittävissä yritysostoissa kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyöty olisi suurempi. He kuitenkin ehdottavat mahdolliseksi syyksi sen, että ulkomaalaiset ostajayritykset voivat tavoitella hyökkäävämmiin Yhdysvaltojen markkinoille pääsyä ja täten nostattavat ostopremioiden kokoa.

Harrisin ja Ravenscraftin (1991) kanssa vastaavat tulokset saivat myös Inkpen, Sundaram ja Rockwood (2000) tutkiessaan yhdysvaltalaisia teknologiayrityksiä. Yhdysvaltalaisen kohdeyrityksen osakkeenomistajat pystyvät heidän tuloksiensa perusteella saavuttamaan huomattavasti suuremman hyödyn ostopremion kautta, jos ostaja tulee Yhdysvaltojen ulkopuolelta. Verrattuna yhdysvaltalaiseen ostajayritykseen, Euroopasta peräisin oleva ostaja keskimäärin maksoi jopa kolme kertaa suuremman premion vaikuttaen huomattavan positiivisesti kohdeyrityksen osakkeenomistajan arvontakasuun (Inkpen ym. 2000).

Ottaen huomioon kaikki edellä mainitut tutkimukset koskien valtion rajoja ylittäviä yritysostoja, voidaan todeta, että ostopremion suuruus vaihtelee eri markkinoiden välillä. Erityisen suuressa huomiossa on, missä valtiossa kohdeyritys sijaitsee. Voidaankin todeta, että arvioidessa kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyötyä valtion rajoja ylittävissä yritysfuusioissa ja -ostoissa, on erittäin tärkeää tapauskohtaisesti huomioida, missä valtiossa kohdeyritys sijaitsee.

#### **4.2 Maksuväline, käteinen vai osake?**

Yritysfuusioissa ja -ostoissa ostajayritys voi käyttää käteistä tai osakkeita maksuvälineenä (Cho & Ahn, 2017). Käteisen ollessa maksuvälineenä ostajayritys

hankkii kohdeyrityksen osakkeet käteisellä maksaen (Rappaport & Sirower, 1999). Kun osakkeita käytetään maksuvälineenä, ostajayrityksen ja kohdeyrityksen osakkeet vaihtavat omistajia. Ostaja maksaa omilla osakkeillaan yrityskaupan ja saa vastineeksi kohdeyrityksen osakkeita. (Cho & Ahn, 2017.) Osakkeenomistajien on huomioitava yritysfuusioita ja -ostoja arvioidessaan maksuvälineen merkitys. Jos osakkeita käytetään maksuvälineenä, muun muassa yrityksen osakkeiden valuaatio ja riskien jakaminen pelaavat suurta roolia. (Rappaport & Sirower, 1999.) On tärkeää löytää paras mahdollinen maksuväline, jotta yritystoimintaan laajasti vaikuttavissa yritysfuusioissa ja -ostoissa pystyttäisiin maksimoimaan yrityksen arvo (Fischer, 2017).

Kohdeyrityksen osakkeenomistajat yleensä ottaen suosivat enemmän käteismaksua yritysfuusioissa ja -ostoissa verrattuna osakkeiden vastaanottamiseen maksuna. Tämä johtuu yksinkertaisesti siitä, että käteisellä maksetuissa yritysfuusioissa ja -ostoissa kohteen tuotot kaupan julkaisun yhteydessä ovat suuremmat. Mitä suurempi käteisen suhde on yritysfuusion tai -oston maksussa, sitä suurempi yleensä ottaen on maksettu preemio kohdeyrityksestä. (Ismail & Krause, 2010.)

Edellistä väittämää tukien yhdysvaltalaisia yritysfuusioita ja -ostoja analysoidessaan Andrade ym. (2001) toteavat kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyödyn olevan suurempi käteisen ollessa maksuvälineenä. Heidän arvioissaan kohdeyrityksen osakkeen markkinahintoja verraten käteisellä maksettu yritysfuusio tai -osto tuo 20 prosentin tuoton kolmen päivän sisällä yrityskaupan julkaisun yhteydessä, kun taas osakkeilla käyty kauppa tuottaa 13 prosenttia. Globaaleja aineistoja arvioiden myös Raad (2012) toteaa, että käteisellä maksetut yritysfuusiot ja -ostot johtavat suurempiin hintapremioihin ja täten suurempaan kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyötyyn. Raadin laskemat arvot hintapremioille ovat käteisellä käydyssä kaupassa 37,3% ja osakkeilla käydyssä kaupassa 33,5%. Raad vertaa ostohintaa kymmenen päivää ennen yritysfuusion tai -oston julkaisua olevaan kohteen markkinahintaan. Ero maksuvälineiden käytön välillä ei Raadin tutkimuksessa ole huomattavan suuri, toisin kuin Andraden ym. tutkimuksessa. Näiden tutkimusten lisäksi esimerkiksi Wansley ym. (1983) toteaa kohdeyrityksen saaman tuoton olevan yritysfuusioissa olevan 11 prosenttia suurempi käteiskaupassa osakekauppaan verrattuna. Kyseinen



tutkimus toteutettiin vertaamalla osakkeen tuottoa yritysfuusiossa vuotta edeltävästä päivästä yritysfuusion julkaisupäivään.

#### 4.2.1 Synergiahyödyt ja maksuväline

Kun osakkeita käytetään maksuvälineenä, kohdeyrityksen alkuperäiset omistajat pääsevät käsiksi yritysfuusioiden ja -ostojen tuottamiin synergiahyötyihin. Tähän ei ole mahdollisuutta käteiskaupan tilanteessa, koska tällöin kohteen alkuperäiset omistajat eivät saa vastineeksi ostajan osakkeita sekä menettävät omansa. Osakkeiden käyttö maksuvälineenä tuo siis kohteen osakkeenomistajille mahdollisuuden hyötyä yritysfuusion tai -oston jälkeisistä tuotoista. (Rappaport & Sirower, 1999.) Jos ostajayritys kokee yrityskaupan tuottavan tulevaisuudessa laajoja synergiaetuja, se voi hyödyntää käteiskauppaa ja täten estää kohdeyrityksen osakkeenomistajien hyötymisen tulevaisuuden tuotoista (Goergen & Renneboog, 2004). Vasten ostajayrityksen näkökulmaa korkeat kasvuodotukset lisäävät kannustimia kohdeyrityksen osakkeenomistajille ottaa vastaan ostajan osakkeita maksuvälineenä. Jos kohdeyrityksen osakkeenomistajat kokevat omien osakkeidensa olevan erittäin kasvupotentiaalisia, sekä ostajan osakkeiden että käteisen vastaanottaminen maksuvälineenä vähentää heidän hyötyään. Tällöin kohdeyrityksen alkuperäiset osakkeenomistajat joutuvat luopumaan kasvuosakkeistaan, ja saavat vastineeksi joko käteistä tai ostajayrityksen osakkeita, joiden kasvuodotus ei ole vastaavan suuruinen. (Ismail & Krause, 2010.)

Kääntöpuolena hyötyjen jakamiselle osakkeiden käyttö tarkoittaa myös riskien yhteistä kantamista tulevaisuuden liiketoiminnasta (Goergen & Renneboog, 2004; Rappaport & Sirower, 1999). Vaikka kohdeyrityksen alkuperäiset omistajat voivatkin nyt hyötyä yritysfuusion tai -oston jälkeisistä tuotoista, jaettaessa riskit myös tappiot tulevat realisoitumaan heille osittain. Täten kohdeyrityksen on tärkeää arvioida osakkeiden ollessa maksuvälineenä, onko tuleva yhteinen yritys kannattava sijoituskohte. Vaihtoehtoisesti käteistä käytettäessä kaikki tappiot realisoituisivat kokonaisuudessaan ostajayritykselle, eivätkä vaikuttaisi kohteen osakkeenomistajan hyötyyn. (Rappaport & Sirower, 1999.) Lisäksi kohdeyrityksen on vaikeampaa arvioida kaupan potentiaalisia synergiahyötyjä. Kohdeyrityksen informaatio synergian tuomista hyödyistä sekä ostotarjouksen ja ostajayrityksen osakkeiden

valuaatiosta on rajallisempi verrattuna ostajayrityksen informaatioon. (Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004.)

Investointinäkökulmaa arvioidessa on tärkeää huomioida, ovatko ostaja- ja kohdeyritys toisistaan laajasti eroavia yrityksiä. Jos yritystoiminta eroaa ostajan ja kohteen välillä, on kohteen osakkeenomistajille mielekkäämpää vastaanottaa käteistä maksuvälineenä. Tällöin kohteen alkuperäisillä osakkeenomistajilla on helpompaa sijoittaa varansa sijoituskohteisiin, jotka vastaavat heidän sijoitustyyliään. Kun kohdeyrityksen osakkeenomistajat ottavat vastaan osakkeita maksuvälineenä ostajayritykseltä, joka on sijoituskohteenä hyvin erilainen verrattuna kohdeyritykseen, osakkeenomistajien vaiva kasvaa. Kohdeyrityksen alkuperäisten omistajien täytyy halutessaan ensin myydä uudet osakkeensa, jonka jälkeen he voivat vasta sijoittaa omien mieltymyksien mukaiseen sijoituskohteeseen. (Ismail & Krause, 2010.) Paremmalla ostajayrityksen kotivaltion sijoittajansuojalainsäädännöllä voidaan lisätä kohdeyrityksen halukkuutta ottaa yritysfuusioissa ja -ostoissa osakkeita vastaan maksuvälineenä. Tällöin kohdeyrityksen alkuperäiset osakkeenomistajat pääsevät kaupan jälkeen paremman sijoittajansuojan pariin. (Rossi & Volpin, 2004).

#### 4.2.2 Valuaatiotekijät

Kohdeyritys kohtaa valuaatio-ongelman luopuessaan osakkeistaan ostajayrityksen osakkeita vastaan. Tällöin kohdeyrityksen on luotava arvio rajallisen informaationsa pohjalta siitä, onko ostajayrityksen osakkeiden hinta asianmukaisesti arvostettu ja miten niiden arvostus tulee muuttumaan itse yritysfuusion tai -oston seurauksesta. Osakkeiden valuaation kuuluukin vaikuttaa päätöksenteossa siihen, käytetäänkö osakkeita vai käteistä yritysfuusion tai -oston maksuvälineenä. Markkinoiden osakekurssien ollessa yliarvostettuja tai ostajayrityksen kirjanpitoarvon ollessa markkina-arvoaan pienempi, yritysfuusioissa ja -ostoissa käytetään yleensä osakkeita maksuvälineenä. Ostajayritys on osakkeidensa ollessa yliarvostettuja halukas maksamaan yritysfuusiot ja -ostot osakkeillaan, mutta intuitiivisesti kohdeyrityksen ei pitäisi tällöin suostua osakkeilla käytävään yrityskauppaan. (Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004.)

Rhodes-Kropf ja Viswanathan (2004) käsittelevät tutkimuksessaan yritysfuusioihin vaikuttavia valuaatiotekijöitä. Sekä kohdeyrityksen ja ostajayrityksen markkina-arvot voivat olla eroavia niiden todellisista arvoista. Verrattuna ostajayritykseen kohdeyrityksellä on rajallinen määrä informaatiota arvioitavaksi, miten paljon yritysfuusion pitäisi tuoda lisää arvoa osakkeen hintaan. Kohdeyrityksen johdon täytyy tehdä arvio kaupan hyödyllisyydestä ja päätös kaupan hyväksymisestä oman informaationsa ja ostajayrityksen tarjouksien perusteella. Merkityksellistä on, ovatko ostajayrityksen osakkeet yliarvioituja sen sijaan, että synergiaedut fuusion johdosta olisivat suuret. Osakkeiden ollessa yli- tai aliarvostettuja kohdeyrityksen on hankala arvioida, koostuuko arviointivirhe koko markkinoita tai toimialaa koskevasta valuaatiovirheestä vai firmaan kohdistuvasta valuaatiovirheestä. Yliarvostetuilla markkinoilla kohdeyritys arvioi herkästi synergiahyödyt todellista suuremmaksi ja vastaanottaa saadun ostotarjouksen. Käteisen ollessa maksuvälineenä yritysfuusiossa vältetään valuaatio-ongelmilta. Välttääkseen ostajan osakkeiden yliarvostusvaikutuksen, kohdeyrityksen onkin rationaalista pyytää tarjousta käteisenä ostajilta, joilla on mahdollista käyttää käteistä maksuvälineenä. (Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004.)

Jos yritysfuusio tai -osto sovitaan tehtäväksi yrityksen osakkeita vaihtamalla ja kauppa toteutetaan kiinteällä osakkeiden vaihtosuhteella, kohdeyrityksen osakkeenomistajat kantavat suuren riskin ostajayrityksen osakkeiden hintamuutoksesta. Tällöin tilanteessa, jossa ostajayrityksen osakkeiden markkinahinta tippuu kaupan julkistuksen ja toteutumisen välillä, kohdeyrityksen saama maksun arvo myös tippuu. Osakkeita käytettäessä maksuvälineenä kohdeyrityksen osakkeenomistajat voivat välttyä tältä riskiltä, jos yritysfuusioissa ja -ostoissa käytetään kiinteän vaihtosuhteen sijaan kiinteää kauppaa-arvoa. Tällöin kohdeyrityksen osakkeenomistajat saavat kaupan toteutuessa ostajan osakkeita sen verran, että sovittu kauppahinta täyttyy. Näin kohdeyrityksen omistajat välttyvät yritysfuusioiden ja -ostojen julkistuksen ja toteutumisen aikavälin hintariskiltä ja jäävät vain haavoittuvaisiksi kaupan toteutumisen jälkeisille kurssiriskeille. (Rappaport & Sirower, 1999.)

### 4.2.3 Verotukselliset tekijät

Verohyötyjen kannalta ajatellen yritysfuusioissa ja -ostoissa osakkeiden vastaanottaminen maksuvälineenä on parempi vaihtoehto kohteen osakkeenomistajille. Verot realisoituvat kohdeyrityksen alkuperäisille omistajille vasta, kun he päättävät myydä vaihdossa saadut ostajan osakkeet. Ostajan maksaessa käteisellä yritysfuusion tai -oston, kohdeyrityksen omistajat kohtaavat välittömästi myyntivoitoista koituvat verot. (Rappaport & Sirower, 1999.) Välittömästi realisoituvien myyntivoittojen verojen takia kohteen osakkeenomistajat vaativatkin yleensä suurempaa preemiota käteisen ollessa maksuväline yritysfuusioissa ja -ostoissa (Ismail & Krause, 2010; Wansley ym. 1983).

Yritysfuusioissa ja -ostoissa maksuvälineellä on merkitystä kohdeyrityksen osakkeenomistajan kohtaamiin verovaikutuksiin. Silti monet tutkimukset toteavat, etteivät verohyödyt ole merkittävä tekijä päätettäessä, kumpaa maksuvälinettä halutaan vastaanottaa (Ismail & Krause, 2010; Rappaport & Sirower, 1999). Tämän väitteen kiistävät Wansley ym. (1983) ja toteavat tutkimuksessaan maksuvälineen verotustekijöiden pelaavan suurta roolia yritysfuusioiden ja -ostojen neuvotteluissa.

## 4.3 Institutionaaliset tekijät ja regulaatio

### 4.3.1 Yritysfuusioihin ja -ostoihin kohdistuva regulaatio ja instituutiot

Intressiristiriidat osakkeenomistajien ja ostajayrityksen johdon välillä voivat olla vaaraksi osakkeenomistajille yritysfuusioiden ja -ostojen tapahtuessa. Ostajayrityksen johto voi hyödyntää yritysfuusioita ja -ostoja omien hyötyjensä ajamiseen rikkoen samalla osakkeenomistajan hyötyä kohdeyrityksessä. Johto voi tavoitella yritysfuusioissa ja -ostoissa muun muassa yritystoiminnan riskien vähentämistä ja organisaation koon kasvattamista laajentaakseen omaa valta-asemaansa sekä nostattaen johdon palkkioita. Näillä perusteilla tehdyillä yritysfuusioilla ja -ostoilla voi olla negatiivinen vaikutus kohdeyrityksen osakkeenomistajan arvonkehitykseen, kun yritysjohto ei toimi osakkeenomistajien intressien mukaisesti. (Maas ym. 2019.)

Yllä mainittuja tilanteita varten, joissa yrityksen johdon ja osakkeenomistajien intressit eivät vastaa toisiaan, on luotu erilaisia instituutioita sekä sääntelyä yritysfuusioita ja -ostoja kohtaan. Näiden instituutioiden ja regulaation on tarkoitus vähentää intressiristiriitojen syntymistä yritysfuusioissa ja -ostoissa ja parantaa osakkeenomistajien oikeuksia. (Maas ym. 2019.) Lisäksi lain kautta yritysfuusioita ja -ostoja säännösteleviä instituutioita luodaan vastaamaan tilanteisiin, joissa fuusiot tai ostot vähentäisivät kilpailua ja lisääisivät ostajayrityksen monopolivoimaa (Jensen & Ruback, 1983). Esimerkiksi Yhdysvalloissa Federal Trade Commission käyttää ennakoivaa yritysfuusioissa yrityksille vaatimuksia esittävää sääntelyä. Näitä vaatimuksia käyttäen Federal Trade Commission arvioi yritysfuusioiden vaikutukset markkinoihin, ja täten estää monopolivoimia lisäävien ja kilpailua vähentävien yritysfuusioiden tapahtumisen. (Federal Trade Commission, 2019.)

#### 4.3.2 Regulaation ja instituutioiden vaikutus kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyötyyn

Lakiin perustuvat yritysfuusioita ja -ostoja säätelevät instituutiot lisäävät kohdeyrityksen osakkeenomistajien varmuutta kaupan hyödyllisyydestä. Jos valtion instituutiot eivät luo lakeja suojelemaan osakkeenomistajien hyötyä, kohdeyrityksen osakkeenomistajilla nousee herkemmin epäily siitä, että ostajayritys käyttää kohteen resursseja hyväkseen osakkeenomistajan hyödyn kustannuksella. Tällöin yritykset jättäytyvät herkemmin pois yritysfuusioista ja -ostoista. Regulaatiolla voidaan varmistaa, ettei kohdeyritystä käytetä hyväksi, ja täten antaa osakkeenomistajille varmuutta fuusion tai oston hyödyllisyydestä. (Maas ym. 2019.)

Rossi ja Volpin (2004) osoittavat maailmanlaajuiseen aineistoon pohjaten, että lait, joilla suojellaan osakkeenomistajien oikeuksia, lisäävät yritysfuusioita ja -ostoja. Maasin ym. (2019) havainnot ovat yhtäpitäviä Rossin ja Volpinin kanssa. Maas ym. toteavat, että kohteen osakkeenomistajat ovat varmempia regulaation kautta siitä, ettei heitä yritysfuusion tai -oston kautta käytetä hyväksi. Tämä lisää yritysfuusioiden ja -ostojen määrää (Maas ym. 2019). Lisäksi kohteen osakkeenomistajan hyöty kasvaa, jos ostajayritys sijaitsee valtiossa, jossa on paremmat lait suojelemassa osakkeenomistajan oikeuksia. Tällöin kohdeyrityksen osakkeenomistajat kasvattavat hyötyään sillä, että pääsevät yrityskaupan jälkeen paremman sijoittajansuojan ja

hallintotapojen pariin. (Rossi & Volpin, 2004.) Ostajayrityksen varmuutta voidaan myös kasvattaa regulaatiolla. Rossi ja Volpin osoittavat tuloksillaan, että kohdevaltion laajemmilla lakiin perustuvilla kirjanpitosstandardeilla lisätään parempaa näkyvyyttä tuottoisille kohteille. Tällöin heidän mukaansa yritysfuusioiden ja -ostojen määrä lisääntyy, kun ostajayritykset havaitsevat potentiaaliset kohdeyritykset helpommin.

Lisäksi Rossi ja Volpin (2004) näyttävät, että valtion tukiessa osakkeenomistajien oikeuksia regulaatiolla ja lisäten kirjanpitosstandardeja ostopreemioiden suuruus kasvaa. Täten regulaatiolla voidaan kasvattaa kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyötyä myös preemioiden kautta. Rossi ja Volpin kuitenkin huomauttavat, että preemioiden suurempi koko valtioissa, joissa osakkeenomistajan oikeuksia valvotaan paremmin, johtuu osittain Yhdysvaltojen ja Iso-Britannian статистиikkojen korkeista arvoista. Tukien tätä näkökulmaa aiemmin tässä tutkimuksessa on todettu, että saavutettu hintapremio valtion rajoja ylittävissä yritysfuusioissa ja -ostoissa on huomattavasti suurempi yhdysvaltalaisilla (Harris & Ravenscraft, 1991) ja isobritannialaisilla (Goergen & Renneboog, 2004) kohdeyrityksillä.

Vaikka regulaatiolla voidaan parantaa kohdeyrityksen osakkeenomistajien asemaa ja vähentää epäsymmetristä informaatiota (Maas ym. 2019), voi se myös heikentää osakkeenomistajien hyötyä. Instituutiot, jotka keskittyvät monopolien estämiseen ja kilpailun ylläpitämiseen, vähentävät yritysfuusioiden ja -ostojen toteutumista. Kohdeyrityksen johto voi puolustautua yritysfuusioita ja -ostoja vastaan säilyttääkseen asemansa, jottei menettäisi sitä fuusion tai oston yhteydessä. Todellisuudessa osakkeenomistajan hyöty voisi kasvaa yritysfuusion tai -oston johdosta, mutta kauppa jää toteutumatta johdon vastustamisen takia. Kohdeyrityksen johto voikin estää yritysfuusion tai -oston toteutumisen pohjaten sen monopolien vastaisiin ja kilpailua edistäviin lakeihin. Tällöin johto ajaa lakeja hyödyntäen omia intressejään osakkeenomistajien kustannuksilla. (Jensen & Ruback, 1983.)

Vaikka kilpailuvoimaa säännöstelevät lait vähentävät yritysfuusioiden ja -ostojen toteutumista (Maas ym. 2019), lisää se toteutuneiden yrityskauppojen hyötyä kohdeyrityksen osakkeenomistajille (Jensen & Ruback, 1983). Jensen ja Ruback osoittavat, että Yhdysvalloissa Williams Amendment -lainsäädäntö nostatti

yritysfuusioiden ja -ostojen aiheuttamat normaalista poikkeavat kohdeyrityksien osakkeiden hintojen kurssinousut 22%:sta 40%:iin. Jensenin ja Rubackin tuloksia tukee Bradleyn ym. (1988) tulokset yhdysvaltalaisista yritysostoista. Regulaatio kasvattaa kohdeyrityksen hyötyä toteutuneissa yritysostoissa laskien samalla ostajayrityksen hyötyä (Bradley ym. 1988). Tärkeä huomio on, että vaikka onnistuneissa yritysostoissa täten kumuloitunut kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyöty kasvaa, regulaation takia toteutumatta jääneet yritysfuusiot ja -ostot aiheuttavat hyötyhaittaa kyseisten kohdeyritysten osakkeenomistajille. (Jensen & Ruback, 1983.) Maas ym. painottavat, että yritysfuusioihin ja -ostoihin kohdistuvia lakeja asettaessa valtion tulisikin käyttää tarkkaa harkintaa ennen niiden implementoimista.

## 5 YHTEENVETO

Tämän tutkimuksen tarkoituksena on ollut muodostaa laaja analyttinen kokonaisuus niistä tekijöistä, mitkä vaikuttavat yritysfuusioissa ja -ostoissa kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyötyyn. Tutkimalla aiheeseen liittyvää empiiristä kirjallisuutta, pääelementeiksi muodostuivat kaupan ostopreemion suuruus, ostajayrityksen käyttämän maksuvälineen merkitys ja regulatiiviset tekijät.

Yleinen johtopäätös yritysfuusioissa ja -ostoissa on, että kohdeyrityksen osakkeenomistajat hyötyvät fuusioista ja ostoista (Jensen & Ruback, 1983). Kohdeyritys saa yleensä yritysfuusion tai -oston yhteydessä huomattavan suuren hintapreemion (Goergen & Renneboog, 2004) ja sen osakkeen markkinahinta kokee suuren normaalista poikkeavan nousun (Jensen & Ruback, 1983). Kun kohdeyrityksen johto esittää vastarintaa yritysfuusiota tai -ostoa kohtaan, se voi johtaa suurempaan ostopreemioon kaupan toteutuessa. Jos kauppa epäonnistuu vastustamisen takia, osakkeenomistajat kokevat negatiivisen hyödynkehityksen saavuttamattomasta preemiosta ja negatiivisesta kurssireaktiosta. (Jensen & Ruback, 1983.) Kohdeyrityksen saavuttama hintapremio valtion rajoja ylittävissä yritysfuusioissa tai -ostoissa on yleensä pienempi verrattuna rajojen sisäisiin kauppoihin (Maas ym., 2019). Kohdevaltion instituutiot (Goergen & Renneboog, 2004) ja haluttu toimintaympäristö (Harris ja Ravenscraft, 1991) voivat kuitenkin nostattaa ostopreemiota valtion rajoja ylittävissä yritysfuusioissa ja -ostoissa.

Maksuvälinettä tutkittaessa yleisesti ottaen kohdeyrityksen osakkeenomistajien on kannattavampaa ottaa vastaan yritysfuusion tai -oston maksu käteisenä. Käteisellä käydyissä maksuissa yleensä kohdeyrityksen saama hintapremio on suurempi verrattuna osakkeilla käytyyn kauppaan. (Ismail & Krause, 2010; Raad, 2012.) Osakkeiden ottaminen vastaan yritysfuusiossa tai -ostossa luo kohdeyrityksen osakkeenomistajille mahdollisuuden hyötyä myös fuusion tai oston jälkeisistä tuotoista. Samalla se tarkoittaa myös liiketoiminnan tulevaisuuden riskien yhdessä kantamista. (Rappaport & Sirower, 1999.) Osakkeiden ollessa maksuvälineenä yritysfuusioissa tai -ostoissa kohdeyritys kohtaa valuaatioriskin, jonka se voi välttää ottamalla vastaan vain käteistä. Kohdeyrityksen ei tulisi ottaa vastaan yliarvostettuja ostajan osakkeita ja sen on tehtävä valuaatioarvio rajallisen informaation puitteissa.



(Rhodes-Kropf & Viswanathan, 2004.) Lisäksi osakkeita käytettäessä yritysfuusion tai -oston maksuvälineenä kohdeyritys kohtaa riskin ostajayrityksen osakkeen hintamuutoksista fuusion tai oston julkaisun ja kaupan toteutumisen välillä. Tällöin yritysfuusion tai -oston kauppaa-arvo voi muuttua neuvottelujen ja kaupan toteutumisen välillä. (Rappaport & Sirower, 1999.)

Lainsäädännöllä ja regulatiivisilla instituutioilla voidaan vähentää osakkeenomistajien ja yrityksen johdon välisiä intressiriitoja yritysfuusioissa ja -ostoissa (Maas ym., 2019). Osakkeenomistajien etujen suojeleminen lisää yritysfuusioita ja -ostoja (Rossi ja Volpin 2004), koska osakkeenomistajat voivat olla varmoja siitä, ettei heidän etujaan käytetä hyväksi yritysfuusion tai -oston kautta (Maas ym. 2019). Lisäksi parempi regulatiivinen osakkeenomistajien etujen suojeleminen ja laajemmat kirjanpitosstandardit kasvattavat yritysfuusioissa ja -ostoissa kohteen saamaa preemiota (Rossi ja Volpin 2004).

Lainsäädäntö ja regulatiiviset instituutiot, jotka keskittyvät kilpailun edistämiseen ja monopolien muodostumisen estämiseen vähentävät yritysfuusioita ja -ostoja (Jensen & Ruback, 1983). Vaikka kauppojen määrä vähenee, kyseiset lait parantavat kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyötyä toteutuneissa fuusioissa ja ostoissa. Huomioitava on, että vaikka kohdeyrityksen osakkeenomistajien hyöty kasvaa, regulaation takia toteutumatta jääneet yritysfuusioiden ja -ostot eliminoivat potentiaalisen hyödynkasvun kohdeyrityksen osakkeenomistajilta. (Bradley, Desai & Kim, 1988.)

Säilyttääkseen tutkimuksen rakenteen selkeänä ja tarkasti rajattuna yritysfuusioihin ja -ostoihin liittyviä tekijöitä jäi käsiteltäväksi myös tulevaisuuden tutkimuksia varten. Tulevaisuudessa on mahdollista analysoida empiirisestä kirjallisuudesta muun muassa vaikutuksia kohteen osakkeenomistajan hyötyyn yrityskauppakilpailuissa, joissa useammat yritykset käyvät hintakilpailua ostettavasta yrityksestä (DePamphilis, s.18, 2011). Lisäksi laaja tutkittava aihe tulevaisuutta varten on, miten eri toimialat vaikuttavat yritysfuusioiden ja -ostojen realisoimaan kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyötyyn. Mahdollista tulevaisuudessa on myös tutkia kohdeyrityksen osakkeenomistajan hyödyn kannalta eri yritysfuusiotyyppien vaikutuksia laajemmin.

## LÄHTEET

- Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 103-120.
- Bradley, M., Desai, A., & Kim, E. H. (1988). Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 21(1), 3-40.
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in european M&As. *European Financial Management*, 10(1), 47-81. doi:10.1111/%28ISSN%291468-036X/issues
- Cho, H., & Ahn, H. S. (2017). Stock payment and the effects of institutional and cultural differences: A study of shareholder value creation in cross-border M&As. *International Business Review*, 26(3), 461-475. doi:10.1016/j.ibusrev.2016.10.004
- Copeland, T. E., Weston, F. J., & Shastri, K. (2004). *Financial theory and corporate policy* (4. globaali painos). Boston MA: Addison Wesley.
- DePamphilis, D. (2011). *Mergers and acquisitions basics*. Burlington: Academic Press.
- Federal Trade Commission. (2019). Mergers. Haettu 19.3.2019 osoitteesta <https://www.ftc.gov/tips-advice/competition-guidance/guide-antitrust-laws/mergers>
- Fischer, M. (2017). The source of financing in mergers and acquisitions. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 65, 227-239. doi:10.1016/j.qref.2017.01.003
- Goergen, M., & Renneboog, L. (2004). Shareholder wealth effects of european domestic and cross-border takeover bids. *European Financial Management*, 10(1), 9-46.
- Harris, R. S., & Ravenscraft, D. (1991). The role of acquisitions in foreign direct investment: Evidence from the U.S. stock market. *The Journal of Finance*, 46(3), 825-844. doi:10.2307/2328544
- Inkpen, A. C., Sundaram, A. K., & Rockwood, K. (2000). Cross-border acquisitions of U.S. technology assets. *California Management Review*, 42(3), 50-71. doi:10.2307/41166042
- Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA). (2019). M&A statistics. Haettu 21.3.2019 osoitteesta <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>
- Ismail, A., & Krause, A. (2010). Determinants of the method of payment in mergers and acquisitions. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(4), 471-484. doi:10.1016/j.qref.2010.06.003

- Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1), 5-50. doi:10.1016/0304-405X(83)90004-1
- Maas, R., Heugens, P., & Reus, T. H. (2019). Viceroy or emperor? an Institution-Based perspective on merger and acquisition prevalence and shareholder value. *Journal of Management Studies*, 56(1), 234-269. doi:10.1111/joms.12335
- McMenamin, J. & Petty, J. W. (1999). *Financial management*. London: Routledge.
- Raad, E. (2012). Why do acquiring firms pay high premiums to takeover target shareholders: An empirical study. *Journal of Applied Business Research*, 28(4), 725-734. doi:10.19030/jabr.v28i4.7055
- Rappaport, A., & Sirower, M. L. (1999). Stock or cash? *Harvard Business Review*, 77(6), 147-158.
- Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *The Journal of Finance*, 59(6), 2685-2718.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304. doi:10.1016/j.jfineco.2003.10.001
- Sherman, A. J., & Hart, M. A. (2006). *Mergers & acquisitions from A to Z*. (2. painos) New York: AMACOM.
- Titman, S., Keown, A. J., & Martin, J. D. (2018). *Financial management : Principles and applications* (13. globaali painos). Harlow: Pearson Education Limited.
- Wansley, J. W., Lane, W. R., & Yang, H. C. (1983). Abnormal returns to acquired firms by type of acquisition and method of payment. *Financial Management*, 12(3), 16-22. doi:10.2307/3665512